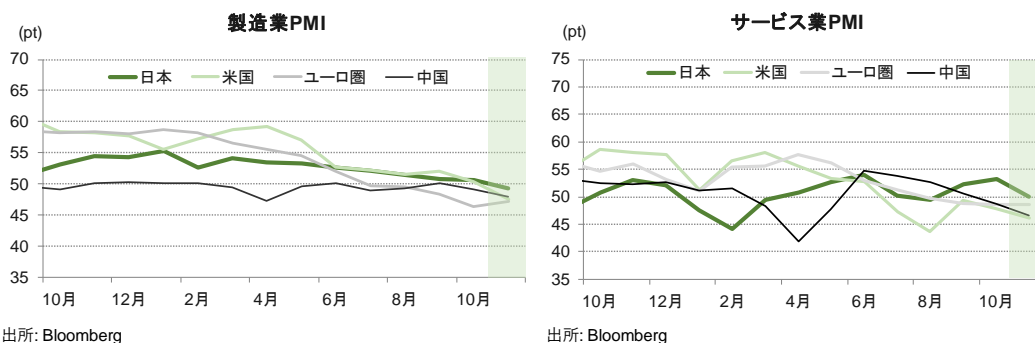




- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、引き続き減速基調にある。インフレおよび金融引き締め長期化による累積的な悪影響が徐々に確認されつつあるほか、足もとでは中国への警戒感が高まっている。10月の米CPI発表後、世界の金融市場は金利低下、株価上昇、米ドル安（円を含む主要先進国通貨高）で反応した。ただし、12月FOMCに向け「データ次第」とするFRBが利上げを停止するための材料は依然として乏しい。11月にみられた相場変動は、インフレ期待を徹底的に鎮静化させたいFRBにとって都合が悪い側面もある。加えて、インフレと金融引き締めにより、今後企業業績が本格的に調整局面に入る可能性が高まっている。インフレ鎮静化や中銀の金融引き締めペース鈍化への期待は根強いものの、中国経済、12月FOMC、そして企業業績など不透明な材料も残っており、マクロ経済および金融市場安定化までの道のりは依然として短くないだろう。
- **注目材料:** 10月の米CPIが市場予想比で下振れたことをきっかけに、金融市場は大きく変化した。一方、金融市場関係者の間には、インフレ長期化を懸念する声も根強い。10月の米CPIはコア指数を中心に市場予想を下回ったが、主因とされるサービス関連項目の減速は10月単月だけではトレンド化すると判断することは難しい。一方、エネルギーおよび耐久財は既に価格がピークアウトしており前年同月比の寄与度の低下も著しい。加えて、今後は食料品および住居の寄与度安定化もしくは低下も十分に期待できる。12月FOMC時点では一時的に金利上昇・株安・米ドル高で反応する可能性が残る。しかし、時間の経過とともに食料品、住居、およびサービス関連項目のトレンドを示す材料が出て、インフレ期待を鎮静化させる方向に徐々にシフトすると考えている。

### 1. マクロ経済展望 ～ 景気減速が一層鮮明に

グローバル・マクロ経済は、引き続き減速基調にある。インフレおよび金融引き締め長期化による累積的な悪影響が徐々に確認されつつあるほか、足もとでは中国への警戒感が高まっている。米国および欧州は、製造業・サービス業PMIがいずれも節目となる50割れとなり、マクロ経済の減速感が一層鮮明になりつつある。日本は、米欧比で周回遅れのコロナ禍からのリ・オープンが続いているが、COVID-19感染確認数の再拡大に見舞われるなか、足もとの景況感は再び減速基調にある。



中国は、共産党大会を経て共同富裕路線を強化するとともに、緩やかなゼロコロナ政策転換を模索している。一方、広大な国土全体で統一的政策転換を実施することは難しく、政府の政策転換にもかかわらず、特定地域では厳格なゼロコロナ対策が実施されたことや、ゼロコロナ対策に対する国民の累積的な不満の高まりもあり、11月下旬以降ゼロコロナ対策への反対を表明するデモが頻発している。中国では国民が自由にデモを実施することが禁止されていることに鑑みると、全国的なデモの拡大は異例である。共産党大会で習近平氏への権力集中が一層進むなか、共青团などの実質的に野党化した勢力による反発という側面も

あろう。これらの混乱により、部品供給の一部に再び制約が入りつつあることや、不安定な中国経済が一層悪化する懸念も残る。過去に生じたデモ等の国民の反発に対し、中国政府の厳格な対応が奏功してきたが、今般の動きがどの程度マクロ経済や政治の安定性に影響するか継続して注視する必要があるだろう。

また、10月の米CPI発表後、世界の金融市場は金利低下、株価上昇、米ドル安（円を含む主要先進国通貨高）で反応した。その後も米CPI発表前の水準への戻り圧力は強くなく、市場の目線は金利低下、株価上昇、米ドル安へシフトしている。世界の主要中銀の利上げペース鈍化が鮮明になっていることや、今後のインフレ率鈍化の可能性が高まっていること（後述）も影響している可能性がある。

ただし、12月FOMCに向け、「データ次第」とするFRBが利上げを停止するための材料は依然として乏しい。11月にみられた相場変動は、インフレ期待を徹底的に鎮静化させたいFRBにとって都合が悪い側面もある。このため、12月FOMCに向けてFRB関係者からタカ派を意識した発言が続く可能性もある。

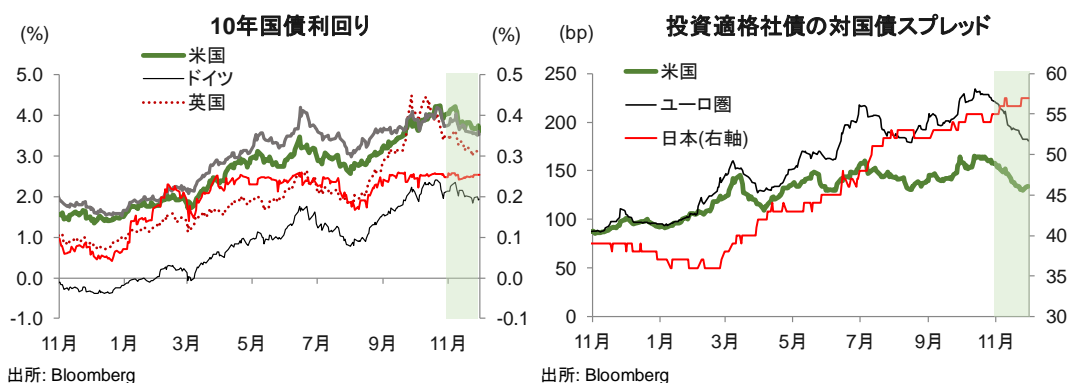
加えて、インフレと金融引き締めにより、今後企業業績が本格的に調整局面に入る可能性が高まっている。22年7-9月期決算は総じて「こじっかり」な内容だったが、小売業や消費財セクターを中心にマージン低下が顕在化しており、今後、部品メーカーや素材産業への波及も予想される。足もとの株式市場はこのような企業業績悪化を十分に織り込んでいないため、金利低下局面でも逆業績相場（企業業績悪化により株価が下落する相場）が意識されるだろう。

このように、インフレ鎮静化や中銀の金融引き締めペース鈍化への期待は根強いものの、中国経済、12月FOMC、そして企業業績など不透明な材料も残っており、マクロ経済および金融市場安定化までの道のりは依然として短くないとみている。

## 2. 主要資産市場動向

### ① 債券市場 ～ 世界的に長期金利が低下

11月の債券市場は金利低下となった。11月10日に発表された10月の米CPIが市場予想を下回ったことをきっかけに、長期金利を中心に金利低下が加速した。10月の米CPIは総合指数が前年同月比+7.7%（市場予想は同+7.9%程度）、コア指数が同+6.3%（同+6.5%）となり、市場予想比下振れた。コア指数の下振れはサービス関連品目の伸び鈍化が主因だが、10月単月の数字で今後のコア指数およびサービス関連価格の下落トレンドを確認することは難しい（詳細は後述）。FF先物市場は依然として23年半ばに5%程度までの利上げを織り込んでおり、米国債2-10年カーブのインバート幅が拡大した。インバート幅の拡大は23年以降の深刻なリセッションを織り込んでいるとの見方も根強い。



長期金利の低下への疑問の声も聞かれている。FRBがバランスシート縮小（QT）を続けているほか、米短期金利の上昇により本邦投資家やユーロ建て投資家の米ドルヘッジコスト

が上昇しており、米国債投資のレティブ・バリューが極端に低下しているため、需給軟化懸念が強いことが背景にある。

また、日本の10月CPIが総合指数で前年同月比3.7%、コア指数が同3.6%まで上昇するなか、日銀の金融政策転換への懸念がくすぶり10年国債利回りは0.25%近辺で推移した。

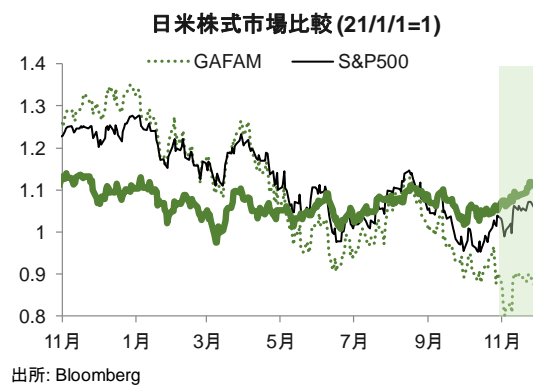
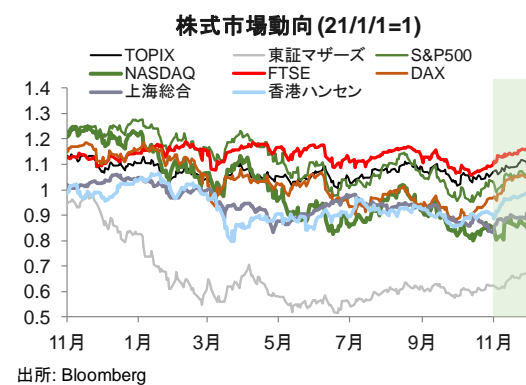
社債市場は、米欧では世界的な金利低下を好まし需給好転によりクレジット・スプレッドはタイト化基調となった。ただし、日本市場は国債利回りが高水準で推移するなか、社債の起債が継続したこともあり需給軟化とクレジット・スプレッドのワイド化が続いた。

エネルギー価格や耐久財価格の安定化等を背景に、今後もインフレ鎮静化期待は強い。このため、長期金利が急激に上昇する可能性は低下している。一方、FRBは12月FOMC後も一定期間利上げを継続するスタンスを変えないとみられ、ターミナル・レート（どの水準まで利上げするか）に関する市場の期待が安定化するには時間を要するだろう。

## ② 株式市場 ～ 主要市場で反発も・・・

11月の株式市場は上昇基調が鮮明になった。株式市場は10月中旬以降底堅く推移していたが、債券市場と同様に、10月の米CPI以降反発を強めた。世界の主要中銀の利上げペース鈍化期待、G7による金融システム安定化へのコミットメントや、22年7-9月期業績が底堅かったことも支援材料となった。

中国市場も、11月は回復に転じた。共産党大会直後に短期的な急落を演じたのち、ゼロコロナ政策の緩和期待、および不動産開発会社への追加支援が材料視された。ただし、ゼロコロナ政策については、11月下旬以降、国民の不満が爆発するかたちでデモが頻発しており、一部産業に影響が出始めている。中国政府への不満をあからさまに表明する国民の様子が海外メディアに大々的に放映されるなど異例の事態が生じており、足もとの市場センチメントは急速に悪化している。



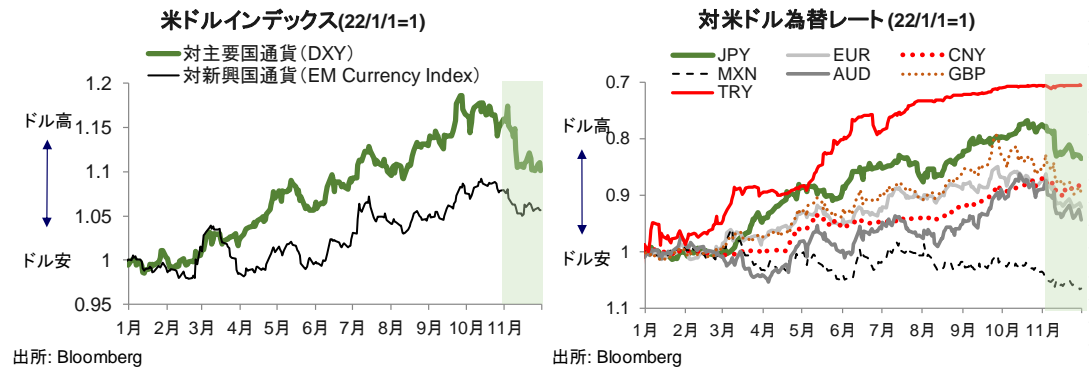
加えて、22年10-12月以降の企業業績にも暗雲が漂い始めている。サプライチェーン回復に伴う在庫調整、インフレ長期化によるマージン減少、そして金利水準高止まりによる資金調達コストの増加という3重苦が背景にあり、小売り、消費財、素材産業へ業績悪化の波が押し寄せようとしている。22年は逆金融相場（金利上昇によるバリュエーション指標悪化を主因とした株価下落）となったが、23年は逆業績相場（業績悪化による株価下落）になり金利低下にもかかわらず株価は軟調に推移するとの見方も根強い。

このように、11月は長期金利低下を主因とした株価上昇となったが、先行きは楽観視できない。一方、長期金利が再び大幅に上昇しない限り、株価の底値も固いとみている。

### ③ 為替市場～ 急速な米ドル安に

11月の為替市場は米ドル安が鮮明になった。こちらも10月の米国CPI発表後に米ドルインデックスが急落した。22年は先進国通貨が対米ドルでアンダーパフォームしてきたが、11月は先進国通貨に加え新興国通貨も対米ドルでアウトパフォームした。

日本円（対米ドル）は、日本政府（財務省）による複数回の為替介入後、140円台後半で一進一退の展開となるなか、10月の米国CPI発表後、一気に130円台後半まで急伸した。その後140円台前半まで戻す場面もあったが、11月末に向けて円高基調で推移している。10月の米国CPIだけでこの動きを説明することは難しいが、市場は23年に向けて米国マクロ経済の減速とインフレ鎮静化をにらみつつ、年末に向けて米ドルのロング・ポジション解消に動いたとの見方がある。過去を振り返ると、米ドル-円相場は日本側の事情で動くことは少なく、米国の事情で変動しがちである。22年は米国がインフレに見舞われ米ドル高を容認するなか、日米金利差の拡大と歩調を合わせるように米ドル-円相場は上昇した。一方、10月以降米金利は頭打ち傾向が鮮明になりつつあり、日米金利差も縮小基調にある。年末を控えたポジション調整の側面もあろうが、単純に日米金利差縮小に反応しているとの見方もできるだろう。



中国元（対米ドル）は、共産党大会後の10月末に7.3元台まで下落したが、その後はゼロコロナ政策緩和期待や不動産市場テコ入れ策などを材料に買い戻された。しかし、月末に向けてゼロコロナ政策に反発するデモが発生するなか、市場センチメントは再び悪化し、月末に向けて再び下落基調となった。

為替市場の注目材料は、引き続きインフレとFRBの金融政策である。12月のFOMCでは50bpの利上げへとペースダウンすることが既に織り込まれているが、市場の関心は利上げ幅ではなくターミナルレート(どの水準まで利上げをするか)にシフトしている。このため、12月のFOMCで示される「ドット・チャート」が注目される。FF先物市場は23年半ばにかけてFF金利が5%程度まで上昇することを織り込んでいるが、ドット・チャート中央値が5%を大幅に上回る水準になる場合、短期的に米ドル高が発現する可能性もある。11月に大きく動いたこともあり、為替市場も神経質な展開が続くとみている。

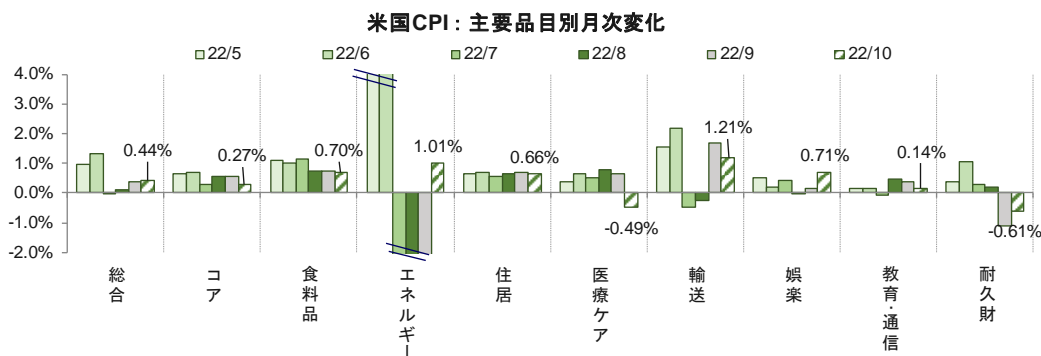
### 3. 注目材料～ 10月の米CPI後の相場と今後のインフレ見通し

11月のFOMC後のパウエル議長の記者会見において、9月時点よりもターミナルレート(どの水準までFF金利を引き上げるか)が高くなる可能性が示唆されたこともあり、市場関係者の金融引き締めへの警戒感は強い。一方、10月の米CPIが市場予想比で下振れたことをきっかけに、債券上昇(利回り低下)、株価上昇、米ドル安(円高)となった。その後も若干の揺り戻しがあるものの、いずれの相場も元の水準に戻るような力強さはみられない。市場は金融引き締めやCPIに関して楽観的なようにもみえる。

このような足もとの相場をどのように理解すべきか。ここでは、10月の米CPIの評価をす

るとともに、今後の米国物価見通しと FF 金利のパスについて議論する。

10 月の米 CPI は総合指数が前年同月比+7.7%（市場予想は同+7.9%程度）、コア指数が同+6.3%（同+6.5%）となり市場予想比で下振れた。足もとのトレンドをみるために CPI の主要項目を前月比でみると、コア指数が+0.27%と 9 月比で大幅下落となっており、コ



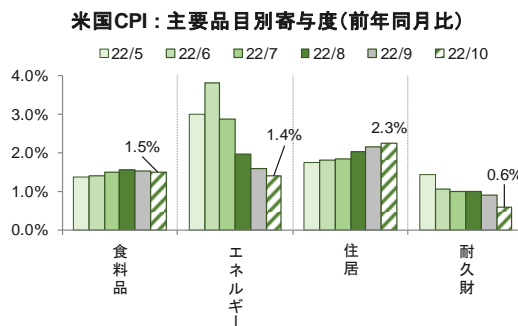
出所: Bloomberg

ア指数の内訳を確認すると医療ケアの落ち込みが目立つほか、輸送や教育・通信も前月比で下落している。特に落ち込みが激しい医療ケアは、健康保険（health insurance）の年次料率改定が影響している可能性があり一時的要因の可能性のあるものの、総じてサービス関連（医療ケア、輸送、娯楽、教育・通信）の下振れが目立った。とはいえ、サービス関連の月次推移を確認すると、他の項目に比べブレが大きいのも事実であり、10 月単月の数字で、今後のコア指数およびサービス関連価格の下落トレンドを確認することは難しい。

一方、主要品目別の CPI トレンドは「まちまち」である。21 年以降の米インフレ率上昇に大きく寄与してきたエネルギーや耐久財は、足もとの寄与度が低下している。エネルギーは今夏以降ガソリン価格が低下・安定化しているとともに原油等の化石燃料相場が安定化していることが寄与している。耐久財に至っては 2 か月連続で前月比マイナスに転じており、供給制約要因の剥落を主因とした中古車価格の下落等の影響が現れている。半面、食料品、住居、およびサービス関連（図表では医療ケア・サービス、輸送サービス、娯楽サービス・教育サービス）の寄与度は上昇基調にある。今後の CPI を占ううえで重要なのは、足もとの寄与度が高くなっている食料品、住居、およびサービス関連価格動向が重要になる。

21 年以降の食料品価格の上昇は、主に①化学肥料価格の上昇（背景に原油価格上昇がある）、②輸送コストの上昇（主に重油価格や船舶運賃の上昇による）、および③気候変動（主にラニーニャ現象の長期化）がある。しかし、足もとの原油相場の安定化により①および②の要因は今後剥落することが予想されている。③も地域差があり世界的に極端な食糧難になる可能性は低下している。

住居は、米 CPI で最大ウェイトを占める重要項目であるが、21 年以降の価格上昇は「帰属家賃」（homeowners equivalent rent）の上昇が大きく寄与している。帰属家賃は、持家を賃貸に出した場合に得られる賃料収入



出所: Bloomberg

（rent）が定義となっているが、実際は住宅を購入した際に支払う住宅ローン支払い額（月額）が基準となっている。このため、帰属家賃は住宅価格とモーゲージ（住宅ローン）金利に依存する。両者はいずれも最近下落基調に転じているため、若干の期ズレはあるものの今後上昇ペース鈍化が見込まれている。

最後にサービス領域であるが、雇用統計を確認すると、特に雇用ひっ迫が継続しているのが、

レジャー&ホスピタリティ（レストランや宿泊施設など）であり、当該領域では依然としてコロナ前の雇用者数を大幅に下回る状況にある。一方、小売業界やEコマース領域（アマゾンなど）では雇用調整に転じており、サービス領域での雇用軟化の動きも見られつつある。既に平均賃金の伸び率（前年同月比）はピークアウトしていることもあり、米国の雇用環境は今後緩やかながら減速することが予想されている。

以上を総括すれば、米国のCPIはエネルギーと耐久財の価格安定化が寄与して今後も低下基調を続ける可能性が高く、また23年以降は食料品、住居、およびサービス関連項目が安定化に転じる可能性がある。10月の米CPI発表後の相場変動は、金融市場参加者が10月のCPIのみで一喜一憂したのではなく、このような中期展望のなかで、相場転換の「一つのきっかけ」になった可能性がある。12月FOMC時点ではFRBはハト派化するほどの材料（CPIや失業率の変化など）が出ない可能性があり、50bpの利上げと今後の利上げ継続を示唆する可能性もあるため、一時的に金利上昇・株安・米ドル高で反応する可能性が残る。しかし、23年以降は時間の経過とともに、食料品、住居、およびサービス関連項目のトレンドを示す材料が出て、インフレ期待を鎮静化させる方向に徐々にシフトするのではなかろうか。

（了）

本資料は投資環境等に関する情報提供を目的として作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。

本資料は金融専門業者に外部委託して作成しております。内容は執筆者の個人的見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

有価証券等の取引には、リスクが伴います。投資についての最終決定は、投資家ご自身の判断と責任においてなされるようお願いいたします。当社は、いかなる投資の妥当性についても保証するものではありません。

記載された意見や予測等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることがあります。

#### **上田八木短資株式会社**

登録金融機関 近畿財務局長（登金）第 243 号

東京本社 〒103-0022 東京都中央区日本橋室町 1 丁目 2 番 3 号 tel : 03-3270-1711  
（代表）

大阪本社 〒541-0043 大阪府大阪市中央区高麗橋 2 丁目 4 番 2 号 tel : 06-6202-5551  
（代表）

加入協会 日本証券業協会